

Informe de Política Monetaria Enero de 2021



Gerencia Técnica
Febrero 3 de 2021

El pronóstico macroeconómico

■ ¿Qué es?

- ✓ Ejercicio de proyección de las principales variables macroeconómicas del país en un horizonte de dos años...
- ✓ ... Condicionado a supuestos/proyecciones de variables económicas del exterior, a la evaluación del estado actual de la economía colombiana...
- ✓ ... y a un comportamiento de la política monetaria que garantice: (i) que la inflación se mantenga en o converja a la meta del 3% , y (ii) que la economía opere o converja a operar a plena capacidad

■ ¿De quién es?

- ✓ El pronóstico es del EQUIPO TÉCNICO del Banco de la República (recoge sus supuestos, proyecciones e interpretación de los datos)
- ✓ La Junta Directiva usa este pronóstico como referencia para su toma de decisiones...
- ✓ ... No obstante, la Junta Directiva o sus miembros individuales pueden discrepar del equipo técnico en algunos de sus supuestos, parámetros o proyecciones...
- ✓ ... Por esta razón, el pronóstico **NO NECESARIAMENTE** refleja la opinión de la Junta Directiva o de sus miembros individuales

¿De dónde venimos? (IPoM octubre)

- Recuperación parcial de la economía tras el choque del Covid-19:
 - ✓ Apertura gradual de sectores
 - ✓ Recuperación del empleo, más rápida en el segmento informal
 - ✓ Inflación básica y total menor que la meta del 3%
- Mejoras en condiciones financieras externas (menores primas de riesgo)
- Respuesta fuerte de política macroeconómica
 - ✓ **Política fiscal:** transferencias, programas de alivio, soporte al crédito, reducciones temporales de impuestos, mayor déficit y endeudamiento
 - ✓ **Política monetaria:** reducción de tasas de interés a mínimos históricos, amplia liquidez y exitosa estabilización de los mercados monetario, de crédito, deuda pública y cambiario

¿Qué NO ha cambiado?

- **Enorme incertidumbre:** El pronóstico todavía no tiene una distribución de probabilidad, solo rangos de incertidumbre
- Factores de “oferta” y “demanda” explicarían la situación actual, pero los segundos estarían primando sobre los primeros (evolución de la inflación y de la actividad económica)
- El pronóstico macroeconómico refleja una recuperación parcial de la actividad económica, la presencia de grandes y persistentes excesos de capacidad, afectación de la capacidad productiva, bajo traspaso de la depreciación a los precios internos y algunos impactos de las medidas regulatorias transitorias sobre los precios y la inflación
- Las fuentes de incertidumbre asociadas con el choque del COVID-19 que inducen riesgos en el pronóstico siguen presentes

Muchos de los factores de incertidumbre siguen presentes

Efectos de los choques observados sobre la actividad económica:

Incertidumbre sobre tamaño de los excesos de capacidad productiva (brecha de producto) y sobre el nivel y crecimiento del PIB potencial

Duración del choque – La epidemia y las respuestas de política sanitaria:

Incertidumbre adicional sobre tamaño y duración de efectos sobre la demanda, la producción y la capacidad productiva

Condiciones financieras externas e internas:

Incertidumbre sobre condiciones de acceso al financiamiento externo y sobre potencia de la política monetaria

Medición e interpretación de variables clave (reversión de alivios temporales de precios):

Incertidumbre sobre la medición y pronóstico de la demanda y la inflación

¿Qué NO ha cambiado?

- Rangos amplios para las principales variables reflejan estos factores de riesgo
- El pronóstico no es fino pero refleja un ajuste en el que:
 - ✓ La inflación está por debajo de la meta en 2021 y converge lentamente hacia la meta en 2022
 - ✓ La brecha de producto es negativa y los excesos de capacidad perduran hasta 2022
 - ✓ Hay una recuperación de los niveles de producto de 2019 hacia final de 2022
 - ✓ La política monetaria es expansiva en el horizonte de pronóstico
 - ✓ Hay un ajuste fiscal en 2022 (MFMP)
 - ✓ Las condiciones financieras internacionales permanecen favorables por políticas monetarias ampliamente expansivas en economías desarrolladas

¿Qué HA cambiado?

- Si bien el diagnóstico general no ha cambiado, las magnitudes estimadas de los choques sí, especialmente por la observación de inflación menor y crecimiento mayor que lo esperado
 - ✓ Inflación básica “limpia de alivios” muestra tendencia a la baja y fue más baja de lo esperado
 - ✓ Recuperación del PIB en el segundo semestre habría sido más vigorosa que lo previsto
- Materialización de riesgos: Aumento de contagios de Covid-19 y nuevas medidas de aislamiento que retrasan la apertura de la economía y se traducen en un menor crecimiento en 2021-T1
 - ➔ Excesos de capacidad mayores en pronóstico que se reducen más lentamente
 - ➔ Inflación más baja que se demora en converger un poco más a la meta
- Transmisión de la política monetaria: mayor transmisión de tasas a la mayoría de tipos de crédito y mejora en desembolsos y saldos en segmentos de consumo, vivienda y microcrédito
- Remesas de trabajadores en el exterior con tasas de crecimiento positivas, cuando al principio de la pandemia mostraron caídas.

¿Qué HA cambiado?

- Aprobación de vacunas y comienzo de la vacunación a nivel mundial
- Recuperación de los precios del petróleo
- Ratificación del grado de inversión para Colombia (bajas presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio, tasa de interés neutral estable)
- Contraste entre el corto y el mediano plazo: nuevas cuarentenas y restricciones en el exterior pueden estar asociadas con más volatilidad a corto plazo, pero vacunación hace prever una recuperación un poco más rápida a mediano plazo.
- Nuevas fuentes de incertidumbre: posibles efectos de una política fiscal más expansiva en EEUU

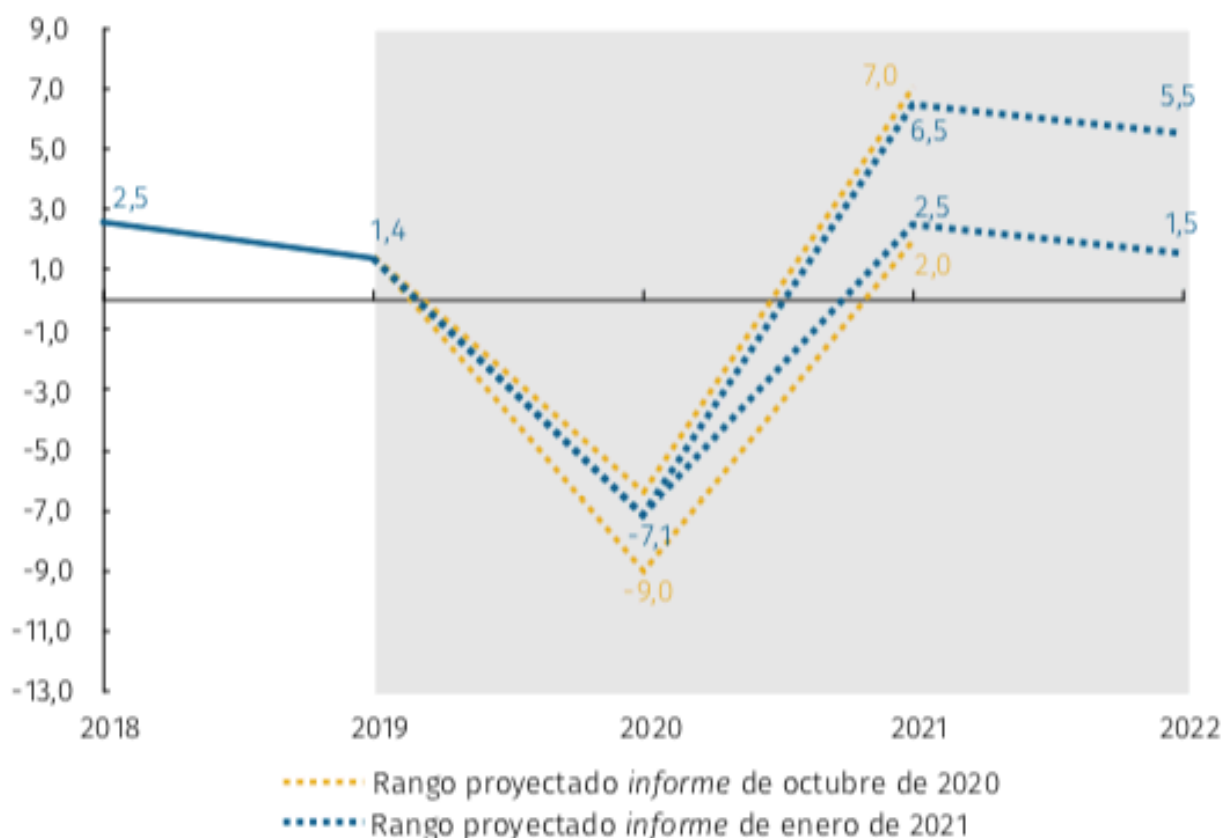
Informe de Política Monetaria

Contexto Internacional

En 2021 la demanda externa se recuperaría, aunque no a niveles pre-crisis. Se esperan diferencias marcadas en la recuperación entre países, en parte por sus posibilidades de controlar la epidemia

Supuesto del PIB anual de los socios comerciales (variación anual)

(porcentaje)

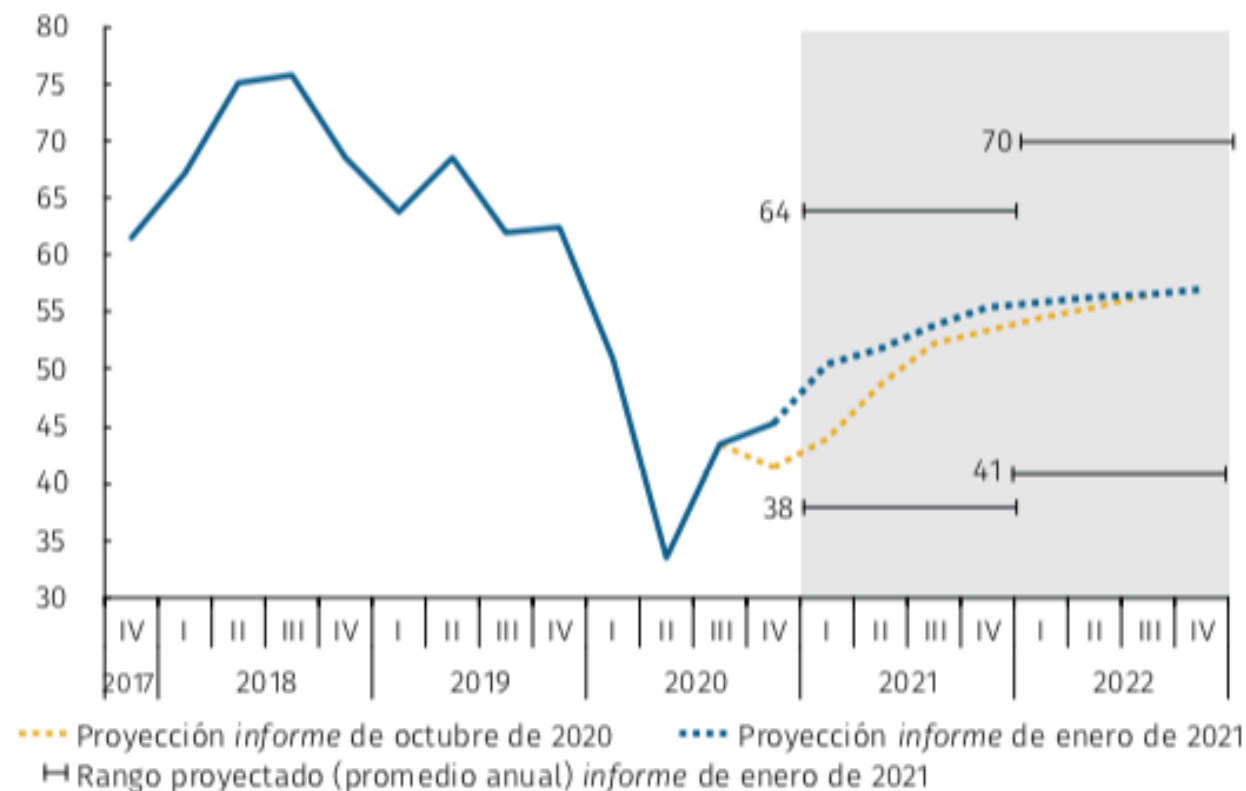


- Recuperación y crecimiento positivo de las economías en el tercer trimestre de 2020, mejor que lo esperado. Revisión al alza de estimación (de -7,7% a -7,1%)
- Corto plazo: recuperación se habría desacelerado por aumento de contagios y medidas para controlarlos.
- Mediano plazo: optimismo por vacunas, posible recuperación vigorosa
- Heterogeneidad entre países socios
 - ✓ EEUU recuperaría caída de 2020 en 2021, y existe expectativa por paquete fiscal.
 - ✓ Europa tendría una recuperación más lenta, por medidas de aislamiento social más fuertes
 - ✓ China se aceleraría, pero exhibe demanda débil
 - ✓ Latinoamérica: recuperación sería más lenta por mayores dificultades en el control de la pandemia. Diferencias en espacio monetario y fiscal
- Rango 2021: 2,5% - 6,5%. Rango 2022: 1,5% - 5,5%

El supuesto del precio internacional del petróleo (Brent) se revisó un poco al alza para 2021 (53 USD bl). Se espera recuperación, pero con sesgo a la baja a corto plazo

Supuesto del precio promedio del petróleo para cada trimestre

(dólares por barril; referencia Brent)

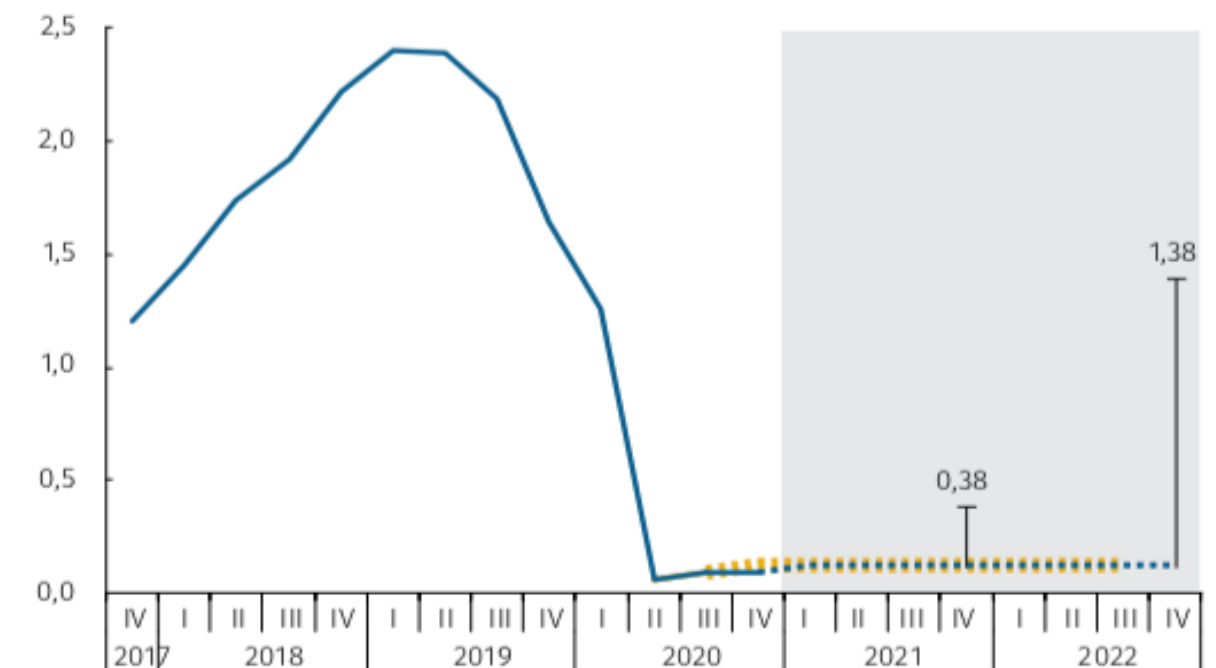


- Recuperación a niveles por encima de USD 50 bl a finales de 2020.T4 y comienzo de 2021
- Oferta: cumplimiento y extensión de acuerdos OPEP+
- Demanda: mayor movilidad, reapertura de las economías con mejor dinámica de lo esperado y crecimiento de China
- ... Pero a corto plazo las nuevas restricciones de movilidad pueden generar volatilidad y sesgo a la baja
- Recuperación de los términos de intercambio en 2021, pero no a niveles pre-pandemia

Se espera que las economías avanzadas mantengan una política monetaria expansiva en 2021 y 2022

Supuesto de la tasa de interés promedio de la Fed para cada trimestre

(puntos porcentuales)



■ Proyección informe de octubre de 2020
 ■ Proyección informe de enero de 2021
 T Rango proyectado informe de enero de 2021

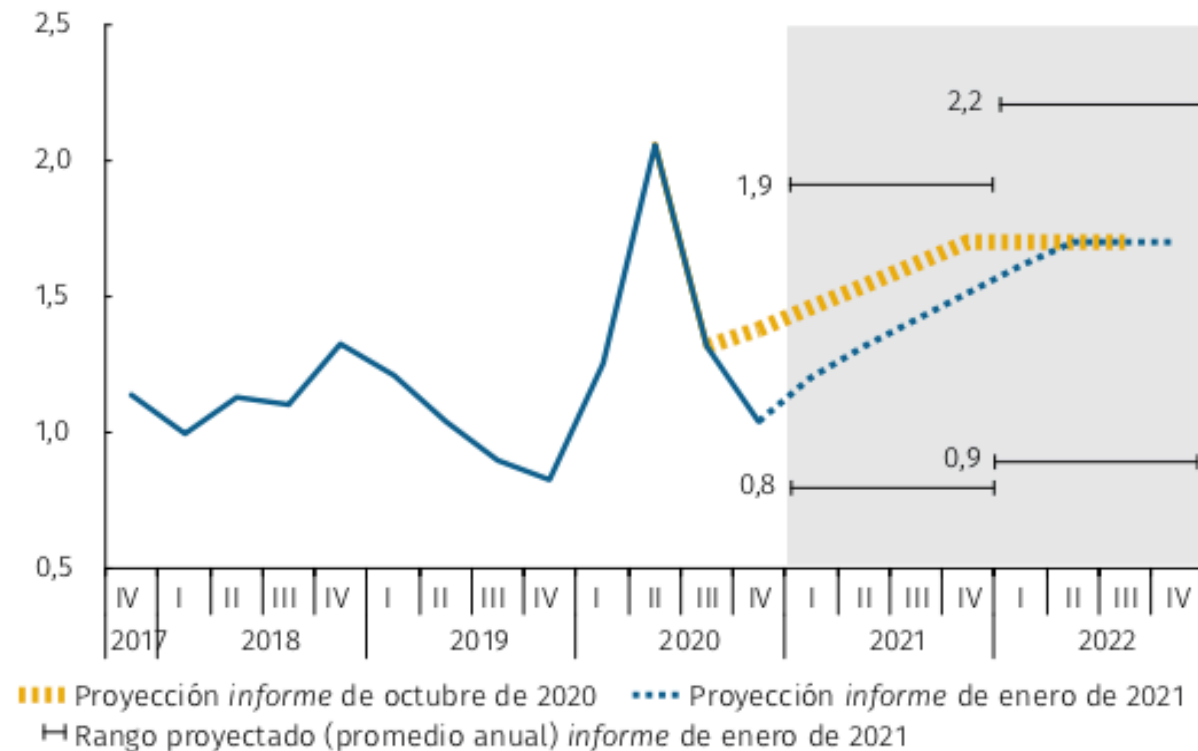
Nota: el supuesto corresponde al punto medio del rango de la tasa.
Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

- Tasa de interés cercana al límite técnico (0%-0.25% para la FED)
- Amplia liquidez y medidas no convencionales
- Contexto de inflación por debajo de la meta, especialmente la básica
- Ausencia de presiones de costos del mercado laboral sobre los precios
- Estados Unidos: inflación básica por debajo de 2% en 2020, aunque expectativas en 2% para 2021.
- Europa: inflación y expectativas de inflación por debajo de la meta para 2021

Suponemos que se mantendría el acceso a financiamiento externo, aunque la prima de riesgo en el mediano plazo alcanzaría niveles superiores a los actuales y a los pre-pandemia

Supuesto de la prima de riesgo promedio de Colombia (CDS) para cada trimestre^{a/}

CDS a 5 años
(puntos base)



a/ Corresponde a los *credit default swaps* a cinco años.

Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

- Las primas de riesgo disminuyeron en el cuarto trimestre, pero se mantienen en valores superiores a los niveles pre-crisis
- Esto de la mano de:
 - ✓ Aprobación de las vacunas
 - ✓ Confirmación del grado de inversión para Colombia
 - ✓ Aumento de los precios del petróleo
 - ✓ Reducciones de la volatilidad (v.g. VIX)
 - ✓ Amplia liquidez y recuperación de mercados bursátiles,....
- ... pero los mayores niveles de endeudamiento público y la persistencia de déficit externos son coherentes con primas de riesgo más altas en el futuro

Informe de Política Monetaria

Estado inicial de la economía

Estado inicial de la economía

- Caída histórica del producto en el segundo trimestre, pero una recuperación más vigorosa de lo esperado en el tercer y cuarto trimestres: Estimación de crecimiento para 2020 revisada al alza de -7,6% a -7,2%.
- Recuperación en el cuarto trimestre (crecimiento anual de -4.4%) más rápida que la esperada, en parte por un mejor comportamiento de la demanda privada (consumo de bienes e inversión en maquinaria y equipo)
- Por el lado de la oferta, la recuperación presenta gran disparidad: Más fuerte en industria y comercio que en construcción, minería y actividades artísticas.
- Sin embargo, las nuevas cuarentenas retrasan la recuperación y afectan negativamente el crecimiento de 2021.

Estado inicial de la economía

- Inflación básica y total en 2020 por debajo de la meta de 3%, menores que las proyecciones del Informe anterior y con presiones a la baja en el primer trimestre.
- Alta incertidumbre a corto plazo por efectos de alivios sobre los precios, así como nuevas cuarentenas y restricciones en el comportamiento de la inflación (v.g. impositoconsumo y comidas fuera del hogar).
- Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real menor que la estimada anteriormente y con bajo traspaso hasta ahora a los precios locales
- Sorpresas a la baja y tendencia decreciente de la inflación básica sugiere grandes excesos de capacidad que se estiman más persistentes: Brecha de producto de -6.3% en 2020.
- Si a esto se añade un crecimiento observado mayor que el esperado para 2020, se infiere un mejor desempeño del PIB potencial (crecimiento anual de -1.3% en 2020) respecto a lo estimado en el Informe de octubre (-1.9%)
- Tasa de interés de política monetaria en mínimos históricos y una postura que se estima expansiva (tasa de interés real neutral de 1.3% en 2020)

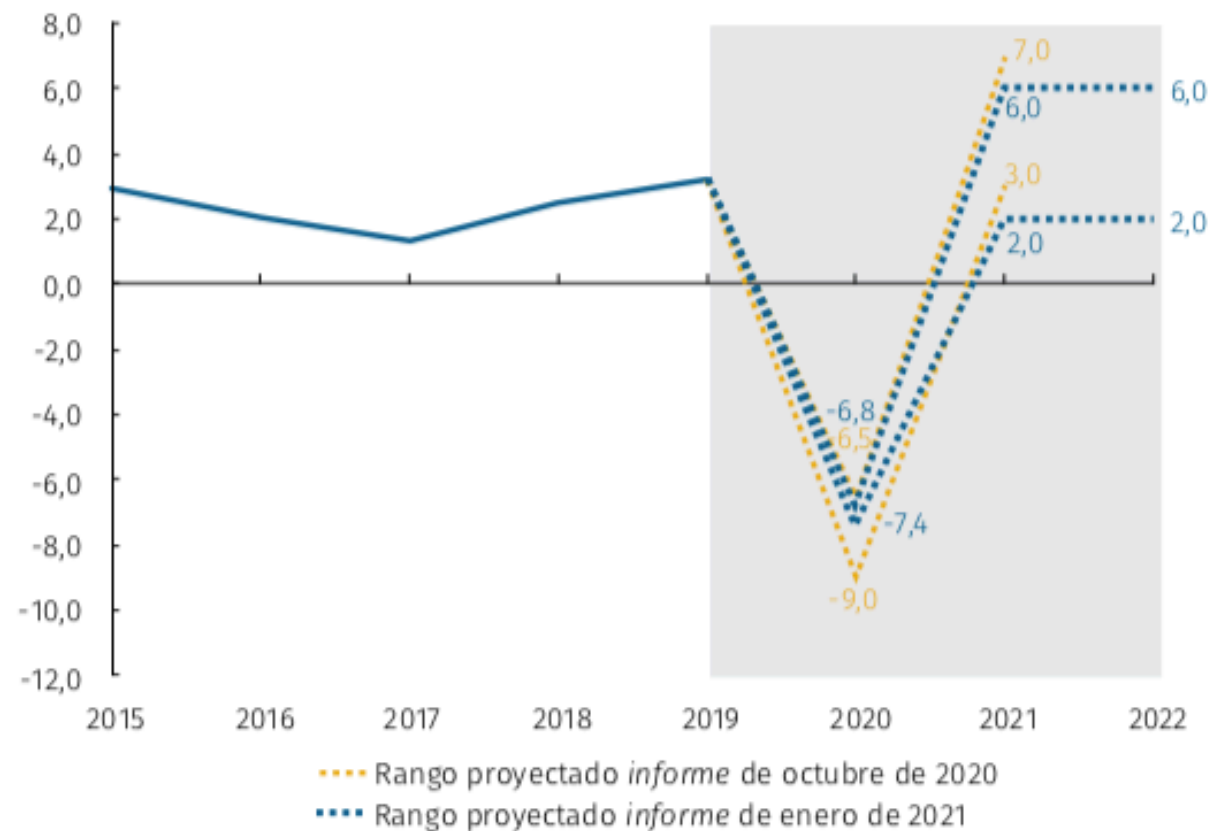
Informe de Política Monetaria

Pronósticos de actividad económica e inflación

El crecimiento de 2021 sería de 4,5%, en un rango entre 2% y 6%, y en 2022 sería de 3,5%, en un rango similar

Producto interno bruto anual (variación anual)

(porcentaje)

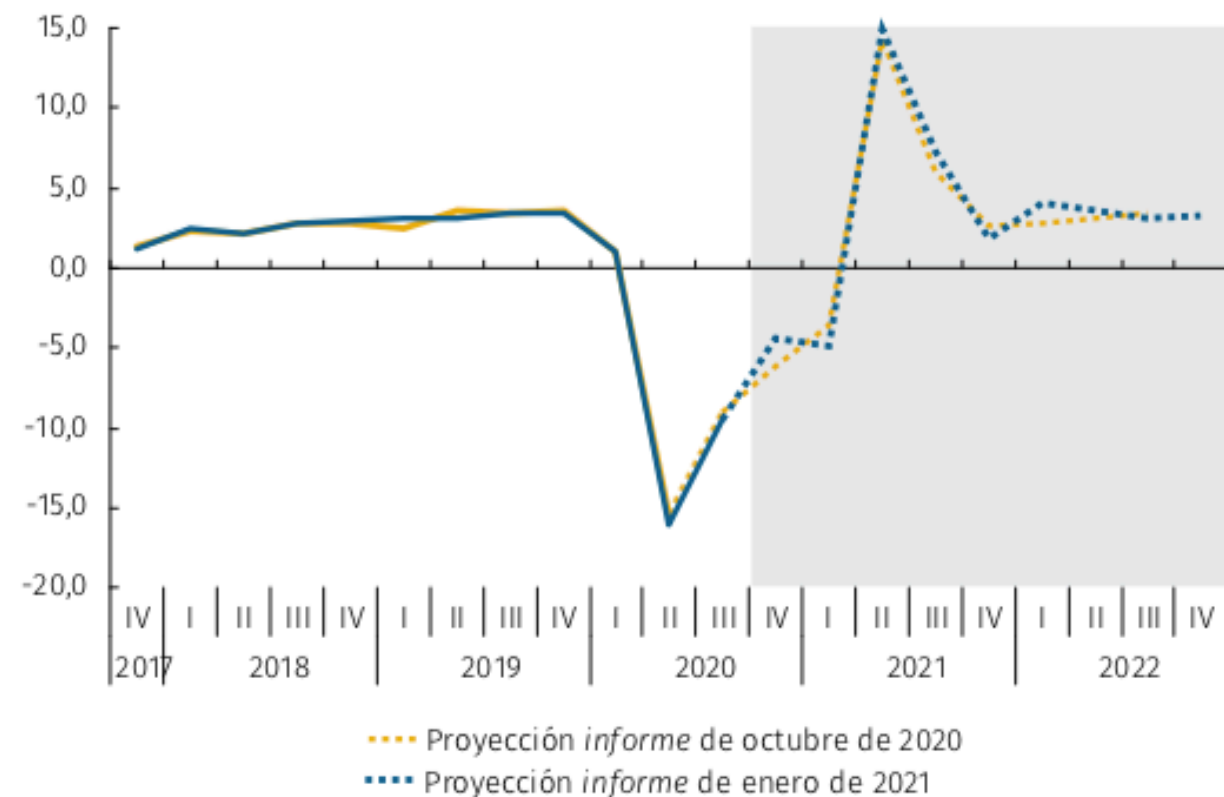


- El pronóstico incorpora cierres en enero y febrero de 2021, con efectos similares a los de agosto de 2020. Se supone que continúa la apertura gradual.
- Se espera un buen crecimiento de la inversión, en particular por obras civiles a nivel nacional y local en 2021.
- El consumo mantendría su recuperación, sustentada en una creciente confianza de los consumidores y en un comportamiento del empleo un poco mejor que el previsto
- El consumo de servicios dependerá en gran parte de la evolución de la pandemia.

Crecimiento anual del PIB trimestral

PIB trimestral^{a/} (variación anual)

(porcentaje)

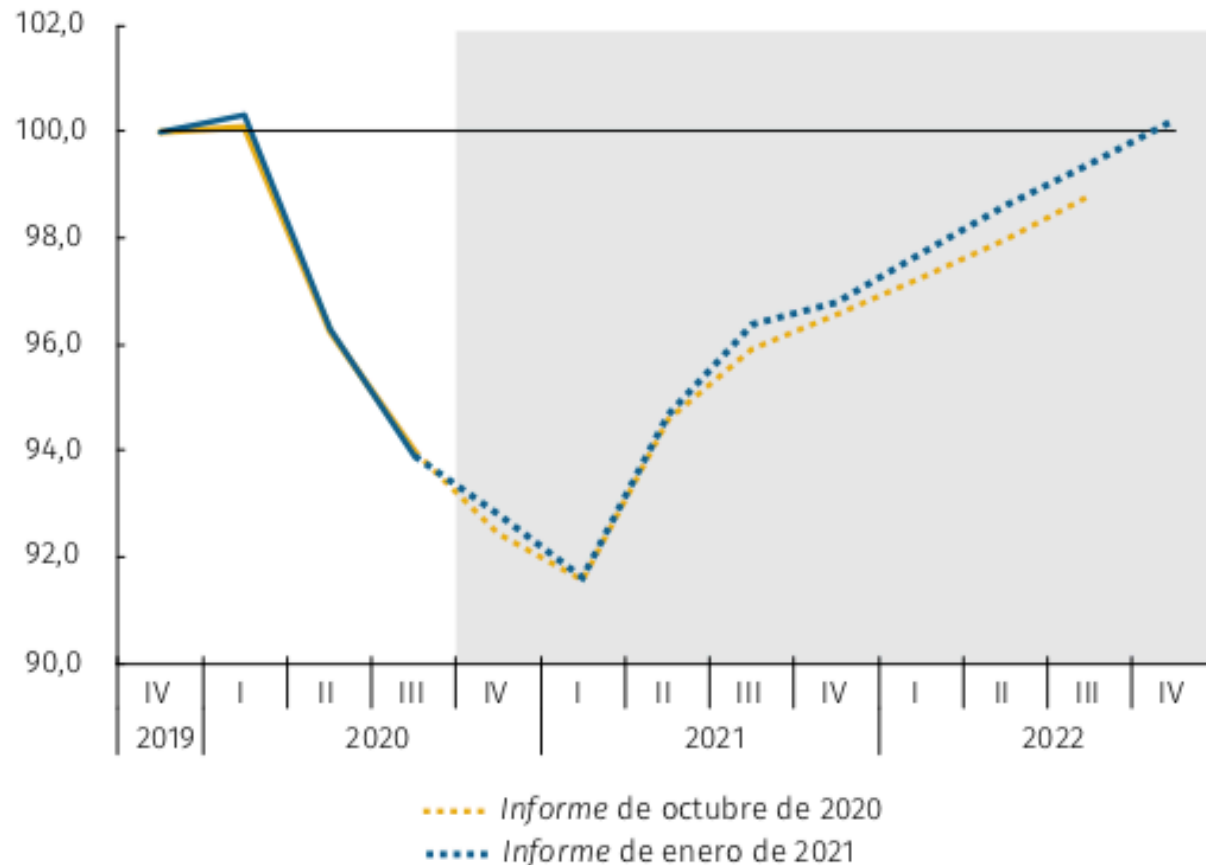


- El pronóstico central no incorpora nuevos cierres para controlar la epidemia; los rangos de pronóstico sí los contemplan
- En 2022 el pronóstico es compatible con una reforma fiscal, planteada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, que garantizaría un contexto estable de recuperación, pero afectaría la demanda agregada en el corto plazo.

Los niveles del PIB anual de 2019 solo se alcanzarían a finales de 2022

PIB acumulado, 4 trimestres ^{a/}
(IV trim. 2019 = 100)

(índice)



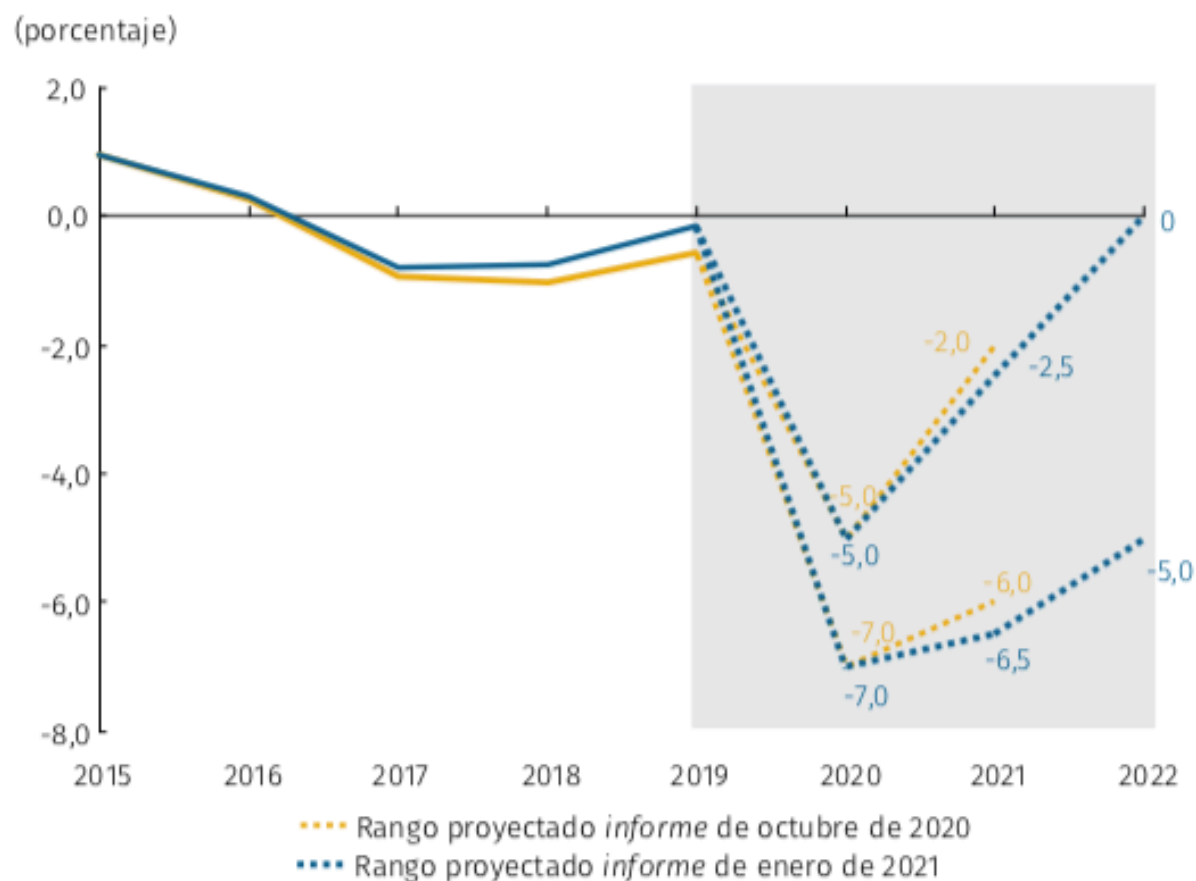
- Se espera una recuperación gradual por:
 - ✓ Las restricciones a la actividad continuarían en alguna medida
 - ✓ El ingreso de los hogares y su estabilidad seguirían afectados
 - ✓ La incertidumbre continúa afectando la inversión
 - ✓ Términos de intercambio se recuperarían pero todavía a niveles inferiores a los pre-pandemia
 - ✓ Reforma fiscal requerida de acuerdo con MFMP

- Incertidumbre:
 - ✓ Efectos adicionales de la pandemia
 - ✓ Posible recuperación más rápida dado lo observado en 2020-T4
 - ✓ Detalles de la reforma fiscal

La amplia brecha de producto negativa de 2020 comenzaría a cerrarse en 2021

Los excesos de capacidad continuarían hasta 2022

Brecha del producto anual (rangos)^{a/}

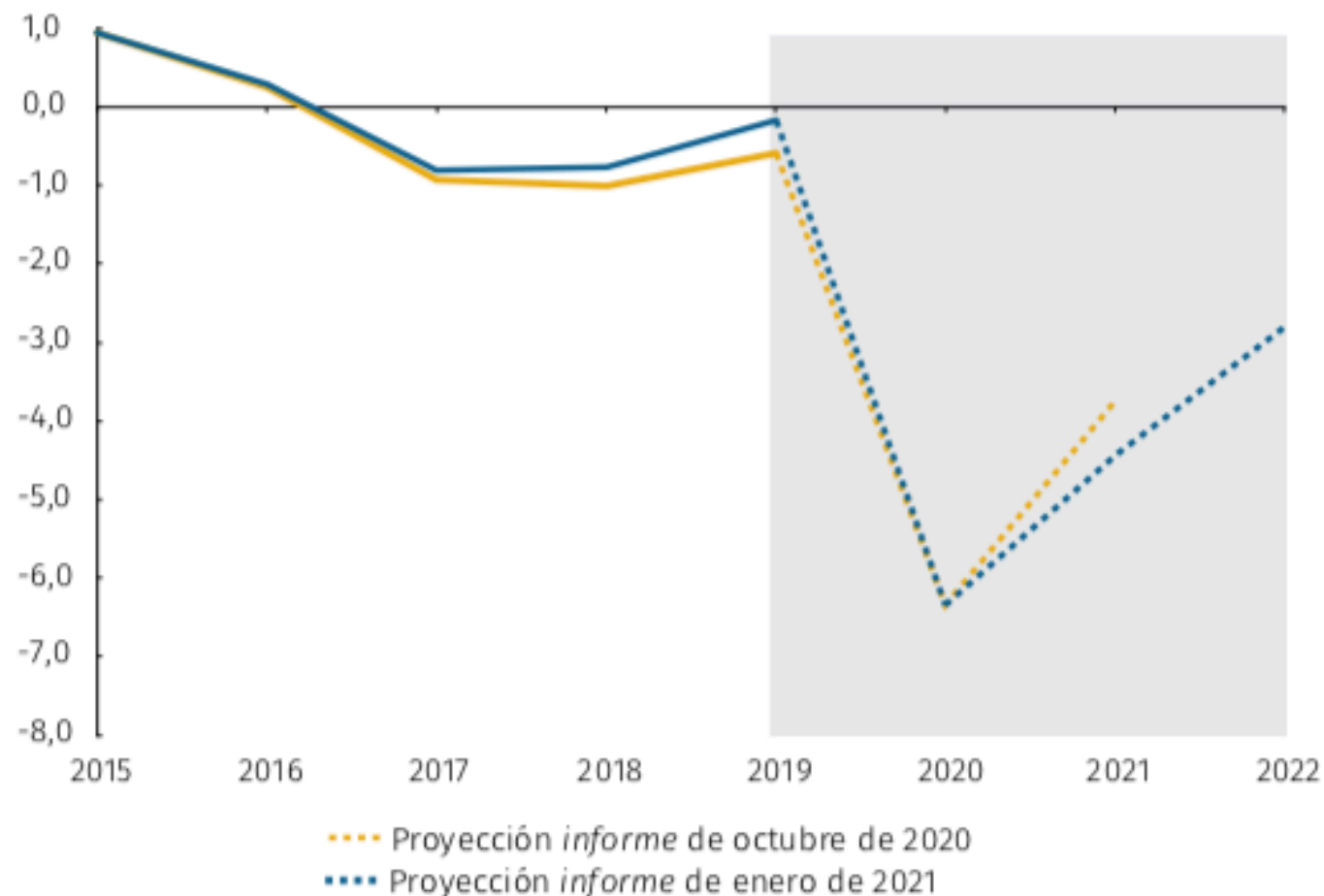


- La tendencia a la baja de la inflación básica sugiere una brecha de producto negativa y que se cerraría más lentamente en 2021 y 2022
- La segunda ola del Covid-19 y las medidas de salud pública implican afectaciones tanto de la oferta como de la demanda
 - ✓ Efectos de mediano plazo sobre inversión, supervivencia de firmas y reasignación de recursos
 - ✓ Se estima que efectos sobre la demanda primen, pero con mucha incertidumbre sobre el tamaño de los excesos de capacidad.
- Mercado laboral holgado: proyección de desempleo (Reporte de Mercado Laboral) revisada a la baja, 14% en promedio con un rango entre 12,5% y 15,5% en 2021.
 - ✓ Segmento asalariado ha recuperado empleos más lentamente que el no asalariado.

Brecha de producto anual: Revisión a la baja (choques negativos de demanda estimados serían más persistentes), dado el comportamiento de la inflación básica y los efectos de los nuevos cierres

Brecha del producto anual ^{a/}

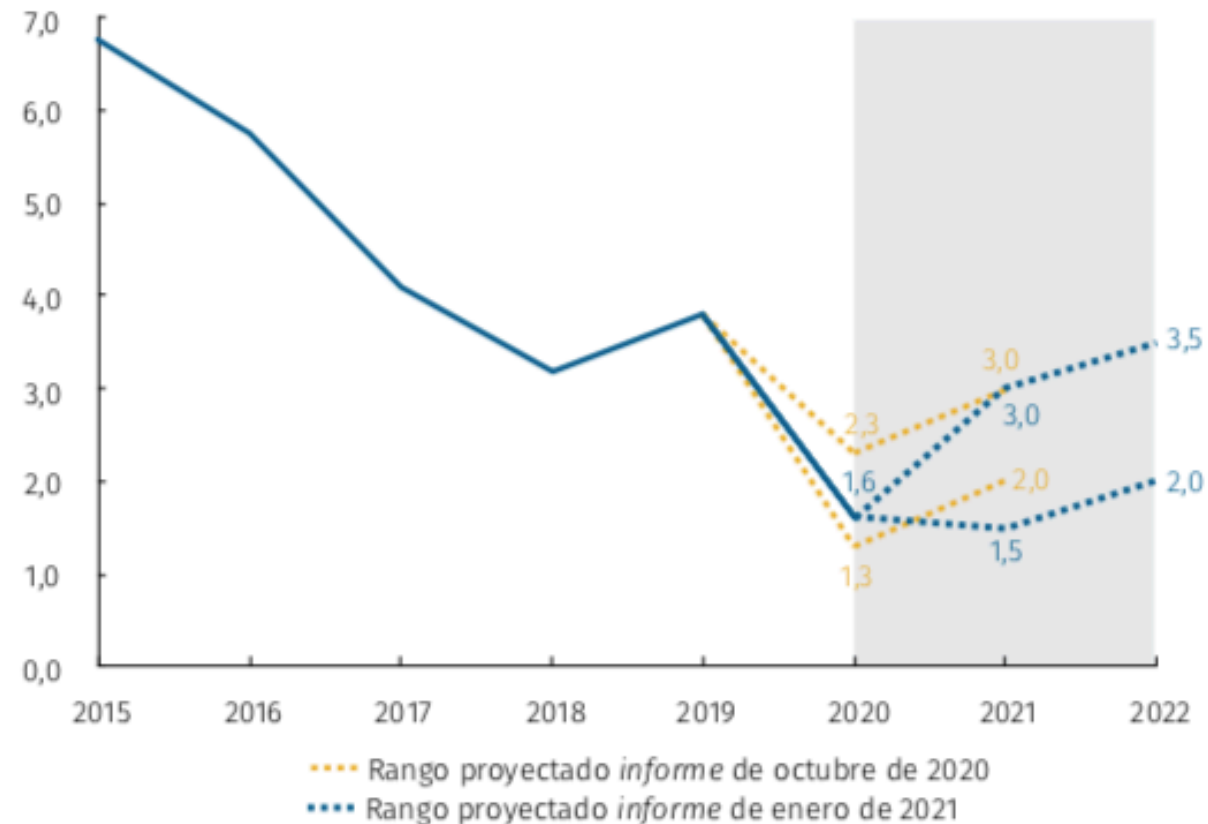
(porcentaje del PIB)



La inflación a diciembre se redujo más de lo esperado. Para 2021 y 2022 se espera una inflación por debajo de la meta y menor que en el pronóstico anterior. El rango se revisó a la baja (1,5% - 3%) para 2021 y para 2022 se proyecta (2% – 3,5%)

Índice de precios al consumidor (IPC) (fin de período; variación anual)

(porcentaje)

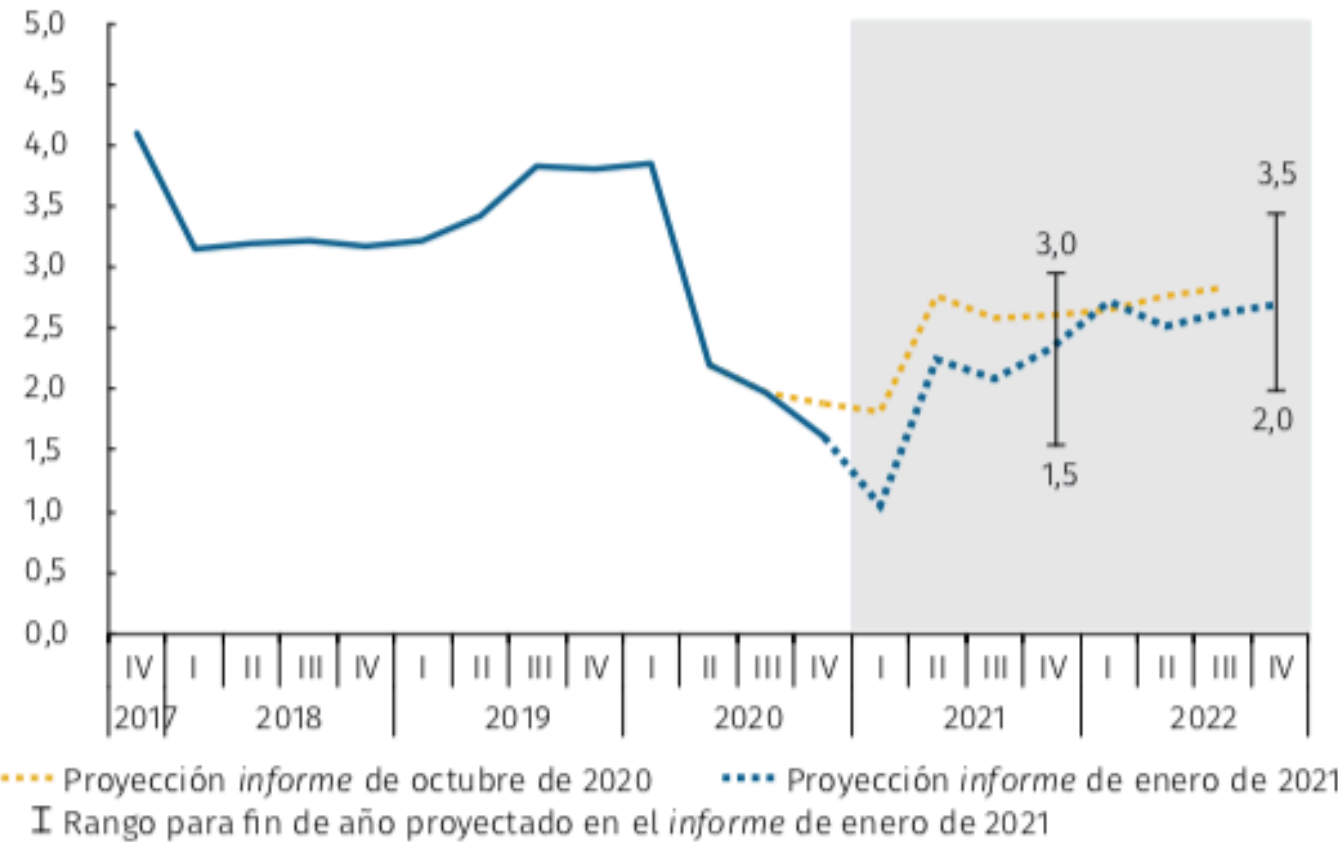


- Sorpresas a la baja en todas las canastas excepto alimentos.
- La indexación en 2021 ocurriría a una tasa de inflación más baja, lo cual contribuiría a una menor inflación todo el año.
- El IPC de alimentos se desaceleró durante 2020, en parte por buenas condiciones climáticas. Hay presiones por alzas recientes en algunos precios internacionales y costos de transporte externo.
- El IPC de regulados registraría variaciones anuales cercanas al 3% a partir del segundo trimestre (alza por efecto base de los alivios en 2020 T2). El pronóstico incorpora indexación en servicios públicos y ajustes bajos en educación regulada.
- El pronóstico tiene en cuenta extensión de algunos alivios
- Repunte de la inflación en 2021 se daría por terminación de medidas regulatorias y por la recuperación de la demanda

Inflación anual IPC

Índice de precios al consumidor (IPC) (variación anual, fin de período)

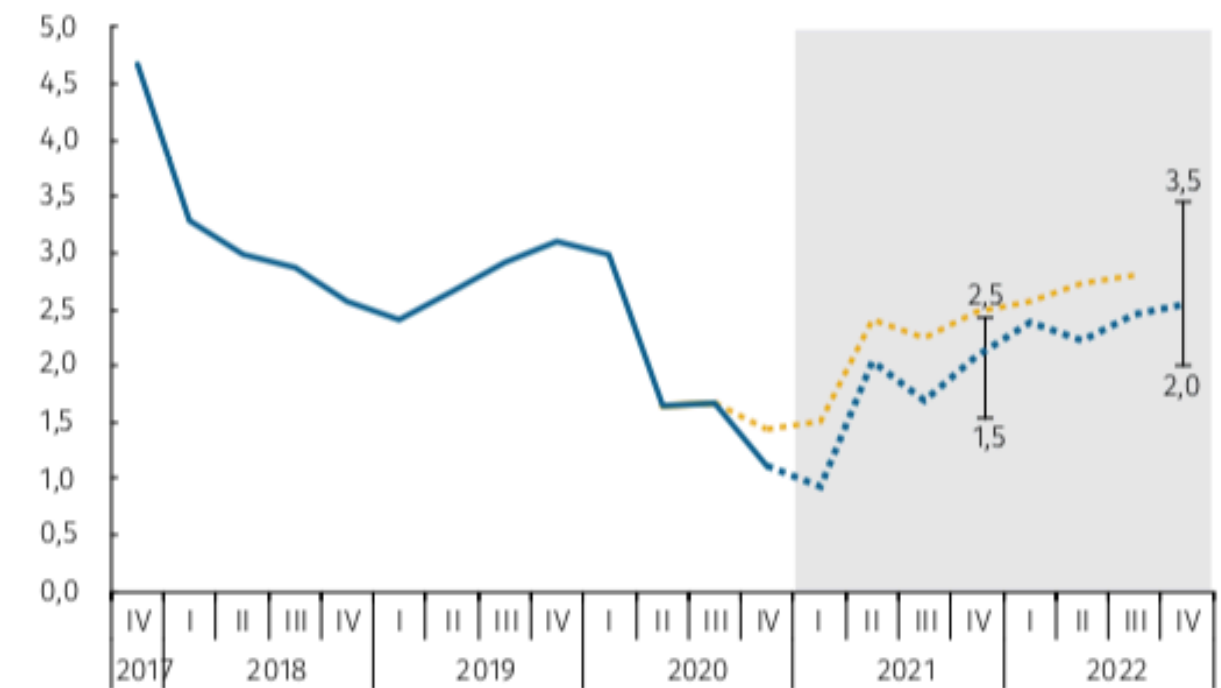
(porcentaje)



Una vez se “limpian” los efectos de alivios, la inflación básica muestra una tendencia a la baja. Esto es compatible con amplios excesos de capacidad. La inflación básica se situaría entre 1,5% y 2,5% en 2021 y entre 2% y 3,5% en 2022

IPC sin alimentos ni regulados (variación anual, fin de período)

(porcentaje)



--- Proyección informe de octubre de 2020 Proyección informe de enero de 2021

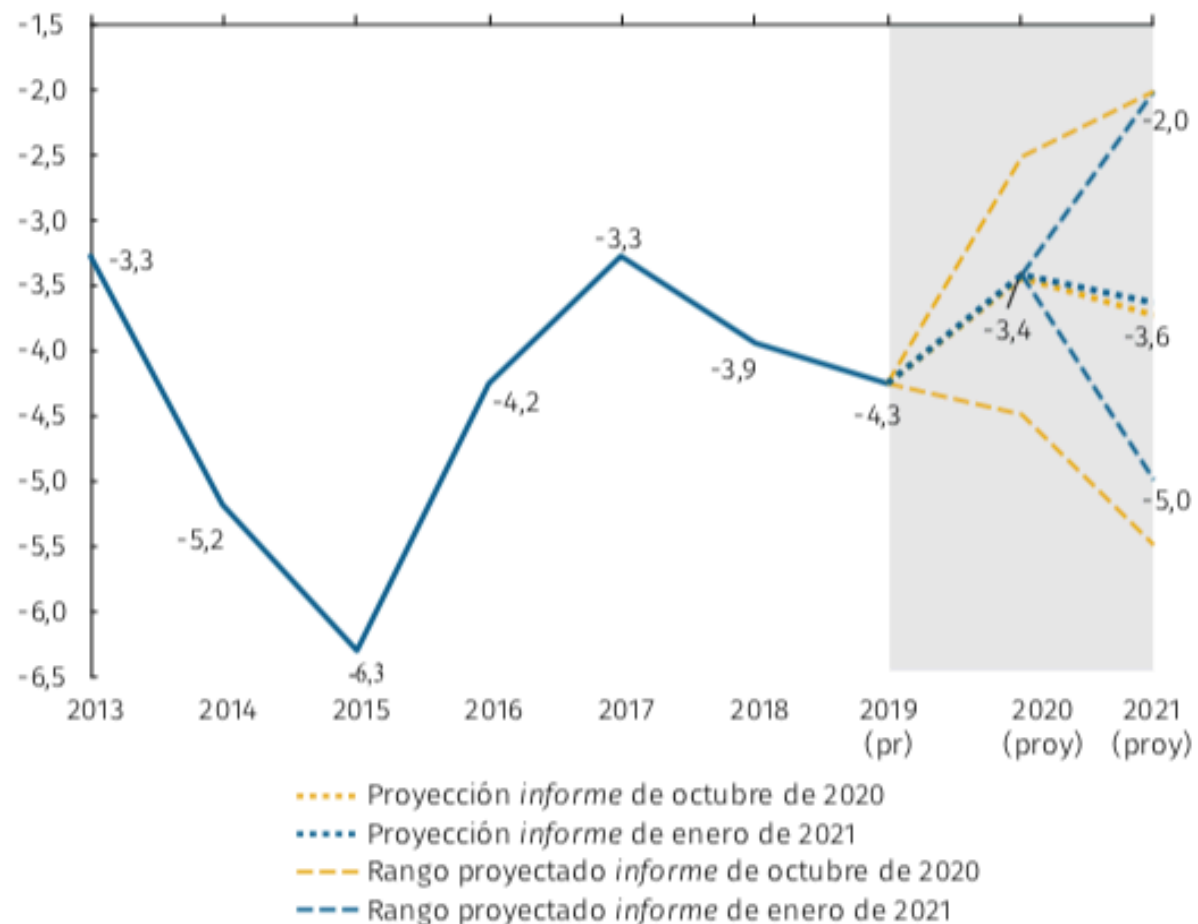
I Rango para fin de año proyectado en el informe de enero de 2021

- Débil demanda e indexación a inflación baja limitarían las presiones inflacionarias en 2021 (v.g. arriendos)
- Debilidad de la demanda interna explica en parte el bajo traspaso de la depreciación a los precios.
- La apreciación del peso respecto a sus niveles de octubre se traduce en menores presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio.
- Los mayores excesos de capacidad esperados en el horizonte de pronóstico mantendrían la inflación por debajo de la meta en estos dos años.
- Se espera un aumento de la inflación básica en 2021 y 2022 como consecuencia de la terminación de las medidas regulatorias temporales y recuperación de la demanda

El déficit de la cuenta corriente se ampliaría en 2021 a -3,6% del PIB desde -3,4% en 2020, principalmente por la reversión de los choques de 2020

Cuenta corriente anual

(porcentaje del PIB)



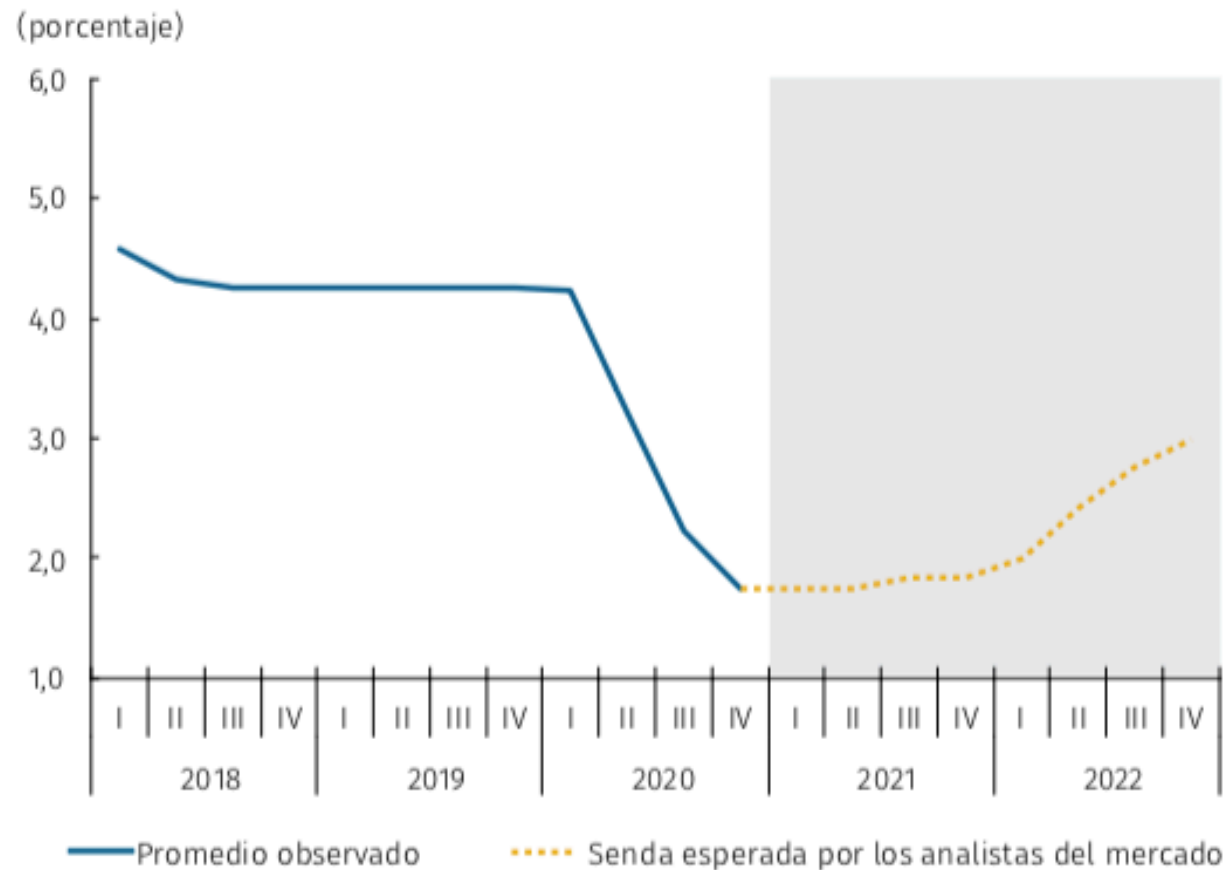
- En 2020 el déficit de la cuenta corriente se habría reducido como porcentaje del PIB desde -4,3% de 2019 a -3,4%, principalmente por la contracción de la demanda interna
- Factores de reducción del déficit:
 - ✓ Caída de inversión y consumo privados y la depreciación del peso llevarían a una reducción de importaciones
 - ✓ Menores utilidades de empresas con capital extranjero
 - ✓ Aumento de remesas
- Factores de aumento del déficit:
 - ✓ Efecto negativo sobre exportaciones por reducción de términos de intercambio y menor demanda mundial
- En 2021 el déficit se ampliaría y varios de los anteriores efectos se revertirían (v.g. mejores ventas externas de productos básicos, recuperación de demanda interna)

Informe de Política Monetaria

Política monetaria

La presencia de excesos de capacidad productiva y los pronósticos de inflación por debajo de la meta requieren una postura expansiva de la política monetaria

Tasa de interés de política monetaria



- La mediana de la senda de tasa de interés de política esperada por los analistas se mantiene en 1.75% hasta 2021-IV, cuando comienza a aumentar.
- La senda de tasa de interés del equipo técnico es en promedio inferior a la de los analistas en el horizonte de pronóstico

Riesgos sobre el pronóstico que podrían afectar la tasa de interés de política

- **Evolución de la pandemia y las medidas que autoridades y agentes tomen para reducir su efecto sobre la salud**
 - ✓ Desarrollo de la vacunación a nivel local y mundial
 - ✓ Posibles nuevos brotes en el futuro y nuevas cepas
- **Naturaleza de los choques y sus efectos sobre la capacidad productiva y los excesos de capacidad.**
 - ✓ Recuperación de la demanda interna privada en el cuarto trimestre de 2020, tanto en inversión en maquinaria y equipo como en el consumo de bienes durables y semi-durables podría indicar que estemos sobreestimando los excesos de capacidad.
 - ✓ Esto contrasta con el consumo de servicios (más afectado por las restricciones) y el comportamiento de la inflación básica
 - ✓ Recuperación del PIB potencial puede ser más rápida en 2022.
- **Evolución de las condiciones financieras externas y su efecto sobre la tasa de cambio**
 - ✓ Las primas de riesgo se han reducido más de lo esperado y podrían mantenerse más bajas que en el actual pronóstico
 - ✓ En contraste, la volatilidad a los mercados internacionales puede retornar
 - ✓ Una política fiscal más expansiva en EEUU podrían resultar en aumentos en el costo de financiamiento externo.
- **Reforma fiscal anunciada en el MFMP: el momento, el tamaño y el conjunto de medidas que sean aprobadas puede alterar el pronóstico de crecimiento, su composición, y la respuesta de política monetaria.**

Informe de Política Monetaria Enero de 2021



Gerencia Técnica
Febrero 3 de 2021